2022 年 10 月 29 日
证券研究报告•2022 年三季报点评
协鑫能科（002015）公用事业

买入（维持）
当前价：13.63 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

燃料价格上涨压制业绩，换电业务布局加速推进

投资要点

- **业绩总结：**2022 年前三季度，公司营收 79.0 亿元（-7.6%）；归母净利润 6.6 亿元(-18.1%)。2022Q3 公司营收 28.7 亿元，同比增加 16.2%，环比增加 18.3%；归母净利润 2.7 亿元，同比减少 11.1%，环比增加 25.3%。主要系天然气、煤炭等燃料价格持续高位，燃机企业电价与燃料价格联动未能消化全部成本。
- **燃料价格上涨短期压制业绩，持续开发投资清洁能源领域。**截至 22Q3，公司并网总装机为 3.7GW，其中燃机热电联产/风电/生物质发电/垃圾发电/燃煤热电联产分别为 2.4/0.8/0.06/0.12/0.33GW。前三季度，公司完成结算汽量 1062 万吨（-11.5%）、结算电量 74.2 亿 KWh（-25.6%）、垃圾处置量 155 万吨（-2.8%）。目前建德 2.4GW 抽水蓄能已开工，计划 2029 年投产发电。
- **换电布局加速推进，抢占市场先发优势。**截至 22Q3，公司建成乘用车换电站 32 座，商用车换电站 12 座，商用车充电场站 1 座。2022 年 8 月，公司发布募资预案，拟再发 45 亿元可转债。其中 18.6 亿元用于投资协鑫电港二期项目。拟增 86 个重卡车换电站，集中于内蒙古、山西等重卡车辆聚集、严格治理公路运输污染的省份；拟增 30 个轻商车换电站，集中于广东等货运物流发达，货车单日里程较长的地区。15.4 亿元用于电池级碳酸锂工厂建设项目，拟投资建设 3 万吨电池级碳酸锂产能，提升移动能源上游材料领域竞争力。
- **综合能源服务体系完备，势头强劲。**截至 22Q3，公司市场化交易服务电量 148 亿 KWh，配电项目累计投产容量 2111MVA，绿电、绿证交易电量超 1 亿 KWh，用户侧管理容量超 1400 万 KWA，投运储能、分布式能源、微网等能源服务项目超 32 项，取得能源系统相关实用新型专利 11 项。覆盖售电业务、配电业务、电力需求侧管理业务与储能业务四大类。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 22-24 年归母净利润分别为 11.5/14.3/19.4 亿元。考虑到公司清洁能源规划清晰，换电业务发展较快，维持“买入”评级。
- **风险提示：**车站比不能达标、项目投产不及预期、原材料价格大幅波动风险等。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	11314.32	12754.68	15293.64	20088.34
增长率	0.07%	12.73%	19.91%	31.35%
归属母公司净利润（百万元）	1004.18	1150.95	1430.49	1941.90
增长率	25.25%	14.62%	24.29%	35.75%
每股收益 EPS（元）	0.62	0.71	0.88	1.20
净资产收益率 ROE	15.86%	11.28%	12.52%	14.84%
PE	22.0	19.2	15.5	11.4
PB	2.76	1.70	1.52	1.33

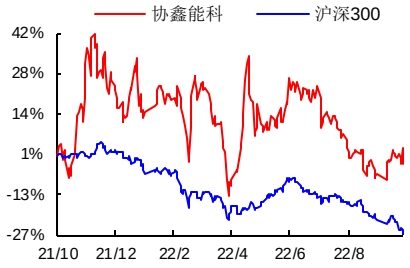
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：池天惠
执业证号：S1250522100001
电话：13003109597
邮箱：cth@swsc.com.cn

联系人：刘洋
电话：18019200867
邮箱：ly21@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	16.23
流通 A 股(亿股)	16.23
52 周内股价区间(元)	12.2-20.15
总市值(亿元)	221.26
总资产(亿元)	275.02
每股净资产(元)	4.60

相关研究

1. 协鑫能科(002015)：换电生态初具规模，业务协同行稳致远 (2022-08-14)
2. 协鑫能科(002015)：清洁能源基石稳固，换电业务再启成长 (2022-06-20)

盈利预测

关键假设：

假设 1：参考公司在建项目及投产规划，假设 22-24 年公司装机容量分别达到 4301/4825/5397MW，上网电量分别为 167/188/210 亿千瓦时。参考公司 20-21 年电力销售业务的毛利率均为 24.3%，假设 22-24 年电力销售业务毛利率分别为 25%/25%/25%。

假设 2：考虑国际天然气供需失衡，公司存在天然气进口业务，假设 22-24 年公司售汽量分别达到 1630/1670/1720 万吨。由于当前天然气及煤炭价格仍维持高位，假设 22-24 年蒸汽销售业务毛利率分别为 15%/15%/15%。

假设 3：公司进军换电业务，考虑到全国市场份额和公司行业地位以及当前换电业务还处于探索期。假设 22-24 年公司拥有的换电站数量将达到 100/528/1471 座，其中乘用车换电数量为 72/359/910 座，重卡车换电站数量为 28/169/561 座。乘用车、重卡车换电站利用率分别为 20%、15%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入及利润如下表：

表 1：2022-2024 年公司各业务板块收入与利润预测

单位：百万元		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
电力销售	收入	7961	6641	7535	8453	9454
	增速	-	-16.6%	13.5%	12.2%	11.8%
	成本	6023	5024	5651	6339	7090
	毛利率	24.3%	24.3%	25.0%	25.0%	25.0%
蒸汽销售	收入	2929	3608	3826	4120	4328
	增速		23.2%	6.1%	7.7%	5.1%
	成本	2379	3326	3252	3502	3679
	毛利率	18.8%	7.8%	15.0%	15.0%	15.0%
换电业务	收入	-	-	275	1558	5108
	增速	-	-		465.9%	227.9%
	成本	-	-	195	1101	3596
	毛利率	-	-	29.1%	29.3%	29.6%
	净利润	-	-	288	1654	5547
其他	收入	506	1065	1118	1163	1198
	增速	-	110.7%	5.0%	4.0%	3.0%
	成本	145	379	783	814	839
	毛利率	71.4%	64.4%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	11395	11314	12755	15294	20088
	增速	-	-0.7%	12.7%	19.9%	31.4%
	成本	8546	8730	9881	11757	15204
	毛利率	25.0%	22.8%	22.5%	23.1%	24.3%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	11314.32	12754.68	15293.64	20088.34
营业成本	8729.50	9881.30	11756.81	15204.47
营业税金及附加	84.00	94.70	113.55	149.15
销售费用	63.74	71.86	86.16	113.17
管理费用	629.99	710.19	851.56	1118.54
财务费用	879.88	728.70	724.75	839.50
资产减值损失	-49.05	-50.00	-50.00	-50.00
投资收益	465.46	500.00	500.00	500.00
公允价值变动损益	3.04	3.04	3.04	3.04
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1526.67	1720.97	2213.86	3116.56
其他非经营损益	-8.96	66.87	59.28	50.44
利润总额	1517.71	1787.84	2273.14	3167.00
所得税	246.16	321.81	454.63	696.74
净利润	1271.56	1466.03	1818.51	2470.26
少数股东损益	267.38	315.08	388.02	528.36
归属母公司股东净利润	1004.18	1150.95	1430.49	1941.90

资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3045.75	9800.00	7500.00	5624.73
应收和预付款项	3162.96	3508.29	4144.68	5539.53
存货	275.64	276.59	338.01	440.98
其他流动资产	770.87	580.62	694.66	910.18
长期股权投资	1525.71	1525.71	1525.71	1525.71
投资性房地产	54.57	55.06	54.89	54.95
固定资产和在建工程	12876.38	14035.89	21057.57	29803.35
无形资产和开发支出	1815.76	1751.83	1687.91	1623.99
其他非流动资产	3974.04	3974.03	3974.02	3974.02
资产总计	27501.66	35508.01	40977.46	49497.43
短期借款	2190.89	2153.12	2136.75	3077.65
应付和预收款项	1296.18	1179.21	1442.12	1920.09
长期借款	5753.45	5853.45	6053.45	7053.45
其他负债	10243.84	13324.95	16817.07	20805.54
负债合计	19484.36	22510.72	26449.39	32856.74
股本	1352.46	1623.32	1623.32	1623.32
资本公积	3930.41	7424.55	7424.55	7424.55
留存收益	931.89	1831.80	2974.55	4558.83
归属母公司股东权益	6216.31	10881.23	12023.98	13608.26
少数股东权益	1800.99	2116.06	2504.08	3032.44
股东权益合计	8017.30	12997.29	14528.06	16640.70
负债和股东权益合计	27501.66	35508.01	40977.46	49497.43

业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
EBITDA	3286.94	3354.10	3980.85	5274.21
PE	22.03	19.22	15.47	11.39
PB	2.76	1.70	1.52	1.33
PS	1.96	1.73	1.45	1.10
EV/EBITDA	6.23	5.16	4.94	4.44
股息率	0.92%	1.13%	1.30%	1.62%

现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1271.56	1466.03	1818.51	2470.26
折旧与摊销	880.39	904.42	1042.24	1318.15
财务费用	879.88	728.70	724.75	839.50
资产减值损失	-49.05	-50.00	-50.00	-50.00
经营营运资本变动	-329.62	-8.20	40.78	-154.22
其他	-554.34	-451.14	-450.64	-445.72
经营活动现金流净额	2098.80	2589.81	3125.64	3977.97
资本支出	3238.72	-2000.00	-8000.00	-10000.00
其他	-3221.57	502.55	503.21	502.99
投资活动现金流净额	17.15	-1497.45	-7496.79	-9497.01
短期借款	-550.11	-37.77	-16.37	940.90
长期借款	233.16	100.00	200.00	1000.00
股权融资	177.52	3765.00	0.00	0.00
支付股利	-202.87	-251.04	-287.74	-357.62
其他	-1527.02	2085.71	2175.25	2060.50
筹资活动现金流净额	-1869.31	5661.89	2071.15	3643.78
现金流量净额	244.21	6754.25	-2300.00	-1875.27

财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
销售收入增长率	0.07%	12.73%	19.91%	31.35%
营业利润增长率	15.06%	12.73%	28.64%	40.77%
净利润增长率	23.04%	15.29%	24.04%	35.84%
EBITDA 增长率	21.32%	2.04%	18.69%	32.49%
获利能力				
毛利率	22.85%	22.53%	23.13%	24.31%
三费率	13.91%	11.84%	10.87%	10.31%
净利率	11.24%	11.49%	11.89%	12.30%
ROE	15.86%	11.28%	12.52%	14.84%
ROA	4.62%	4.13%	4.44%	4.99%
ROIC	14.66%	18.15%	18.61%	16.65%
EBITDA/销售收入	29.05%	26.30%	26.03%	26.26%
营运能力				
总资产周转率	0.41	0.40	0.40	0.44
固定资产周转率	0.89	1.02	1.05	1.03
应收账款周转率	5.13	5.04	5.48	5.61
存货周转率	35.41	35.64	38.10	38.91
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	86.15%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	70.85%	63.40%	64.55%	66.38%
带息债务/总负债	40.77%	35.57%	30.97%	30.83%
流动比率	0.95	1.88	1.53	1.17
速动比率	0.92	1.84	1.49	1.13
股利支付率	20.20%	21.81%	20.11%	18.42%
每股指标				
每股收益	0.62	0.71	0.88	1.20
每股净资产	4.94	8.01	8.95	10.25
每股经营现金	1.29	1.60	1.93	2.45
每股股利	0.12	0.15	0.18	0.22

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龑	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn